アセットマネジメント

卵の取扱説明書の改訂版

資産運用の先端では、古くから実践されてきた分散投資ではリスク源泉の分散が達成できていないという懸念が強く認識されるようになった。この問題の克服に、「リスクパリティポートフォリオ」「ポータブルベータ」といった先駆的な投資概念が登場し、人々の注目を集めている。

Writer's Profile

末吉 英範
Hidenori Sueyoshi

金融ITイノベーション研究部
主任研究員

専門は資産運用
focus@nri.co.jp

「全ての卵をひとつのカゴに入れるな」

個人投資家・機関投資家を問わず、資産運用の世界で古くから知られている言葉である。単一の投資対象に資産を集中することは、全てを台無しにしてしまう危険性を伴う。この言葉は、幅広い資産や銘柄に分散投資することにより、リスクの一極集中を回避することの重要性を説く名言である。年金運用の世界では、国内海外の株式・債券を組み合わせた運用が通常であるし、個人投資の世界でも、バランス型ファンド・ライフサイクル型ファンド・SMAなど、複数の資産を組み合わせた投資商品の提供が盛んとなっている。

図表１(a)は、わが国の企業年金の投資資産別時価構成比である[1)]。配分金額に多寡はあるものの、卵は複数のカゴへ分けられ、ひとつの投資対象へのリスク集中を回避できているように見える。しかし、これは正しい見解なのだろうか？

用意したカゴの多くは空のまま

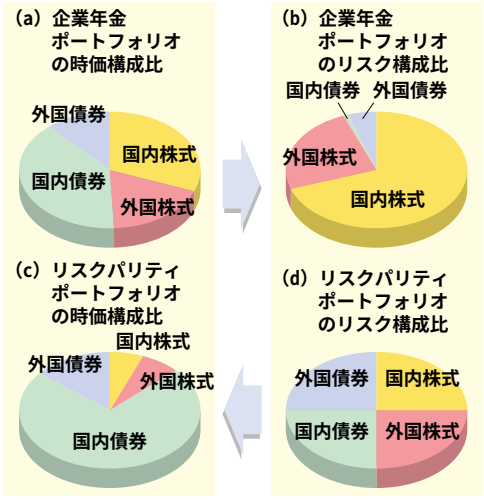
近年の資産運用では、分散投資について「リスク量」の分散と「リスク源泉」の分散が厳密に分けて議論されるようになった。これまで実践されていた金額ベースの分散投資は、「リスク量」の抑制という意味での分散には働いたかもしれないが、「リスク源泉」の集中を回避するという意味での分散には必ずしもなっていなかったと認識されている。

図表１(b)はリスク構成比である。リスク構成比とは、図表１(a)の時価構成比のポートフォリオを保有した場合の投資収益率の変動性が、どの資産の収益率の変動性から生じたものかを計算したものである[2)]。このリスク構成比で見ると、ポートフォリオ全体のリスクの大半が株式で占められていることがわかる。すなわち、ポートフォリオが仮に図表１(a)のように金額ベースで分散されていたしても、得られる収益率の動きは、株式市場の変動でほぼ説明し尽くされてしまうのである。「カゴはたくさん用意しつつも、結局ほとんどの卵をひとつのカゴに放り込んでいた」のが、これまでの分散投資といえなくもない。

まずは、卵をカゴに正しく分ける技術

リスク源泉の分散は、リスク構成比での集中の緩和を図ることで達成される。たとえば、図表１(d)のようにリスク構成比の意味で等

図表１　ポートフォリオのリスク分散



野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部
当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

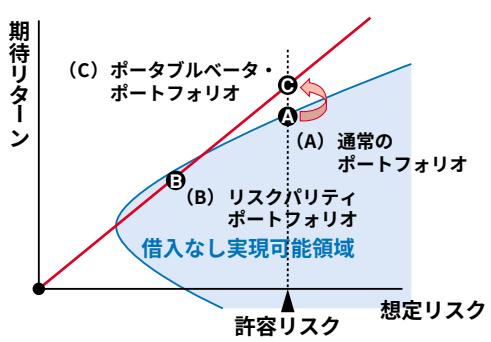
配分しようとすると、金額ベースでの配分は図表１(c)のように債券を中心とした構成になる。多くの卵を台無しにするリスク集中を回避するためには、「落しても割れにくい安全なカゴ（債券）に入れる卵の数は多めとし、危険なカゴ（株式）には控え目にすることが望ましい」のである。なお、図１(c)(d)のようにリスク構成比の均等化を図る投資を「リスクパリティポートフォリオ[3]」と呼ぶことがある。

次に、卵を収納できる広いカゴの確保

ただし、単純なリスクパリティポートフォリオにも問題がある。すなわち、リスク均等配分では、株式などのハイリスク・ハイリターンの資産への配分が必然的に小さくなるため、投資家にとって必要とするリターンを達成できない問題が生じ得る。「卵の割り当て方は判っているけれども、カゴが小さすぎて必要な卵の数が収まらない」状態に陥ってしまう可能性が高いのである。

この問題に対して、今日提唱されている解決方法は「レバレッジ」である。図表２に概念図を示した。通常のポートフォリオ(A)から、リスク集中の緩和を図るためにリスクパリティポートフォリオ(B)へ移すと、リスク・リターンの水準が著しく低くなってしまう。そのため、先物・スワップなどの派生商品の買建てや借入の再投資を行うことにより、必要とするレベルまでリスク・リターンをレバレッジで拡大する(C)[4]。この戦略により、リスク源泉の集中を回避した上で、必要なリスク・リターンの水準を維持でき、また元のポートフォリオ(A)よりもより高いリターン(C)を同じリスクで設計できる可能性も高い[5]。このように派生商品を利用して市場エクスポージャの移転・拡大を行う戦略は「ポータブルベータ[6]」と呼ばれることがある。

図表２　ポータブルベータ戦略の概念



最後の課題は、心理面のハードル

新たな投資概念の普及には、理論的根拠、実現可能性、そして投資家の決断という３つの要素を揃えることが欠かせない。

「リスクパリティポートフォリオ」「ポータブルベータ」戦略は、古典的な分散投資におけるリスク集中の課題を解消した上で、さらにリターンの向上も見込むことができる。基礎的な投資理論に触れた人であれば、この技術の優位性を理解できるはずである。

また、今日このような戦略が提唱された背景には、派生商品の市場が拡大し、取引コストが低廉になったこと、またレバレッジ可能な原資産の種類が多様化したことが挙げられる。過去において、レバレッジ戦略は机上の論理に近かったが、今日では現実に実践可能な戦略となっているのである。

そして、現在の課題は「投資家の決断」の局面にあるだろう。流動性が枯渇するような市場危機のイベントリスクなど、派生商品を用いたレバレッジは通常の投資とは異なる危険性を帯びる。利用経験のない投資家にとって、レバレッジは必要以上に忌み嫌われている存在にあるだろう。しかし、機関投資家の世界では、レバレッジを多用するヘッジファンドなどの新型運用機関の隆盛、為替オーバーレイ・LDI（負債指向投資）・ポータブルアルファといった派生商品を活用する投資手法[7]の活用が進み、投資家のレバレッジへの理解は着実に進んでいる[8]。投資家の知識向上が必須ではあるが、適切な実施規模をわきまえた上での派生商品の活用が、投資家のリスク・リターン特性を向上させる今後の新たな鍵となる機運を感じることができる。 N

NOTE

1) 企業年金連合会「企業年金資産運用実態調査結果（2005年度）の概要」のデータをもとに、野村総合研究所が要約

2) 「リスク・モニタリングの実践」野村年金マネジメント研究会 野村年金コンサルティング2004/12, 2005/1

3) E. Qian, “ Constructing Efficient Portfolios: Beta+ Alpha ”, Asset Allocation Summit Asia, 7 November 2006

4) リスクパリティポートフォリオがたとえば債券80/株式20の構成であったとする。このポートフォリオのリスクリターンを２倍に拡大する必要がある場合は、債券80/株式20の想定元本の先物のロングポジションを作成するか、借入100を実施した上で債券160・株式40の投資を実施することで実現できる。

5) 理論的には、もっともリスク・リターン比（シャープレシオ）が高い「接点ポートフォリオ」を用いることが望ましい。ただし、各資産のシャープレシオの水準が互いに近い場合、リスクパリティポートフォリオと接点ポートフォリオが比較的類似すること、またリスク均等という概念が顧客の理解・納得性に優れることから、リスクパリティポートフォリオを基準とするレバレッジ戦略が推奨されてきている。

6) C. Asness “ Risk Premia, Portable Alpha and Portable Beta ”, 野村グローバル・ペンション・シンポジウム2006-II, 2006/11/14

7) 「変貌する年金ファンドの派生証券利用とその課題」野村総合研究所 金融ITフォーカス2005/11,「積極化する欧州年金基金の負債対応投資（LDI）」同誌2005/8

8) たとえば、先進的な取り組みで知られるハーバード大学寄贈基金は、ポートフォリオのレバレッジ戦略を既に実践している。

野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部
当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2006 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.